

## OSVRT NA KONFERENCIJU

Zdrav, stabilan i za gospodarstvo poticajan finansijski sustav jedan je od najvažnijih čimbenika rasta i razvoja svake zemlje. Važnost interakcije između finansijske i realne sfere gospodarstva jasno se ogleda u interesu istraživača za proučavanje raznih aspekata uzročno-posljedične veze između karakteristika finansijskog sektora neke zemlje i njenog ekonomskog rasta i razvoja. Taj interes rezultirao je velikim brojem kako teorijskih, tako i empirijskih doprinosa<sup>1</sup>. Razvoj finansijskog sustava bio je i jest važan čimbenik napretka realnog sektora i u zemljama Srednje i Istočne Europe, uključujući Hrvatsku. Te su zemlje – neke više, neke manje – međuovisnost finansijskih i realnih gospodarskih fenomena imale priliku doživjeti i tijekom recentne krize.

Upravo je na temu veze između financija i ekonomskog rasta 29. i 30. travnja u Zagrebu održana dvodnevna međunarodna konferencija *Finance and Growth in Central and Eastern Europe*, u organizaciji Instituta za javne financije i Zaklade Friedrich Ebert<sup>2</sup>. Na konferenciji je u četiri sesije prezentirano četrnaest radova pretežno stranih autora.

Konferenciju je otvorio glavni gost, profesor Fabrizio Coricelli (Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne) uvodnim predavanjem „Finance and Growth in the Light of the Global Crisis: Implications for Emerging Europe“. Coricelli je na početku podsjetio na jednu od glavnih karakteristika poslijeratnog globalnog financijskog razvoja – veliko povećanje likvidnosti tradicionalno

<sup>2</sup> Više pojedinosti o konferenciji vidjeti na <http://www.ijf.hr/conf2010/>.

nelikvidnih oblika imovine (zemlja, nekretnine), koje je pridonijelo bržem rastu ukupne vrijednosti zajmova i ostalih dužničkih oblika financiranja od rasta BDP-a i monetarne baze. Međutim, okretanjem tržišnim, nasuprot monetarnim, izvorima financiranja, očekivanja o vrijednosti imovine dolaze u prvi plan, što povećava rizik pojave povremenih procikličnosti, financijskih zaraza i, posljedično, nedostatka likvidnih sredstava. U takvim okolnostima, Coricelli ističe važnost jačanja uloge središnjih banaka kao „posljednjih utočišta“, nasuprot vođenju monetarne politike putem jednostavnih pravila Taylorova tipa. Također, realnu bi kamatnu stopu trebalo uvijek održavati iznad realne stope gospodarskog rasta. Što se tiče europskih tranzicijskih zemalja, Coricelli podsjeća da su to relativno visoko financijski integrirane zemlje čiji se dotok kapitala mahom zasnivao na zaduženju koje je bilo izvorom rasta tih gospodarstava u posljednjih desetak godina. Pozivajući se na svoje recentno istraživanje na mikro razini, on upozorava da nakon što prijeđe određenu granicu, zaduženje počinje negativno utjecati na proizvodnost poduzeća što, agregirano, šteti rastu. Coricelli se dotakao i veze financijske liberalizacije s izloženošću zemalja inozemnim financijskim krizama te zaključio kako liberalizacija može biti bolja za rast gospodarstva nego „sigurna putanja“, unatoč padovima tijekom rijetkih kriza, za što postoje i empirijski nalazi. Što se tiče zaduživanja u stranoj valuti, ono za Coricellija nije samo po sebi problematično; ono što stvara „eksplozivnu mješavinu“ je kombinacija niskog stupnja trgovinske otvorenosti i dolarizacije obveza (*LD – liability dollarization*), pri čemu dolarizacija obveza predstavlja manji problem u uvjetima veće financijske liberalizacije. Osvrćući se na ekonomske perspektive Europe, Coricelli je izrazio bojazan da je slučaj Grčke samo vrh ledenog brijega. Ono što ga više zabrinjava jest nezavidna budućnost Europe u pogledu gospodarskog rasta, budući da je spor rast ključan čimbenik povećanja javnog duga<sup>3</sup>. U tom smislu, Coricelli ključnim problemom smatra neizvjesnost i učestalu vremensku nekonzistentnost političara.

U prvoj sesiji – *Financial Crises* – prezentirana su tri rada kojima je zajedničko to da vezu između financija i rasta postavljaju u kontekst financijskih kriza. Ocjenjujući kratkoročne (do godinu dana), srednjoročne i dugoročne (pet

<sup>3</sup> *Moguće je, naravno, da uzročnost ide i u obrnutom smjeru.*

godina) učinke dosadašnjih financijskih kriza na realni dohodak jedanaest zemalja Srednje i Istočne Europe (uključujući i Hrvatsku) i EU-15, Davide Furceri i Aleksandra Zdzienicka zaključuju da su negativni učinci veći u manjim zemljama i u dugom roku. Učinci su jači u zemljama s fiksnim tečajem, a blaži su za one zemlje koje prime inozemnu pomoć. Arjanu Brezigar-Masten, Fabrizija Coricellija i Igora Mastena zanima kako razina ovisnosti o inozemnim izvorima financiranja pojačava utjecaj financijske krize na domaći financijski, a time i realni sektor. Našavši da financijski integriranije zemlje imaju manju amplitudu poslovnog ciklusa – zbog veće dostupnosti vanjskih izvora financiranja tijekom kriza – autori se pitaju kako će mogućnost protekcionističkog zatvaranja prema inozemstvu, prisutna i u zemljama Srednje i Istočne Europe, utjecati na daljnji financijski razvoj u regiji. Ruben Atoyan iz MMF-a<sup>4</sup> u svom se radu bavi održivim rastom – rastom koji ne dolazi iz izvora koji povećavaju vanjsku ranjivost. Podijelivši zemlje Srednje i Istočne Europe (uključujući Hrvatsku) u razdoblju 2000.-2008. u visoko, srednje (ovdje je i Hrvatska<sup>5</sup>) i nisko ranjive, te povezujući ranjivost sa stopama rasta u promatranom razdoblju, Atoyan zaključuje da je vjerojatnost povoljnih ishoda (visok rast uz nisku ili srednju ranjivost) veća za zemlje koje su financijski srednje otvorene, koje se ne oslanjaju previše na inozemne izvore financiranja, čiji se rast temelji na izvozu, čije politike (makroekonomska, prudencijalna) uspješno usmjeravaju inozemna sredstva prema izvoznim sektorima i koje su fiskalno disciplinirane. Atoyan radi i usporedbu održivosti rasta Hrvatske i Slovačke: za razliku od Slovačke koja već ima mnoge preduvjete za održiv rast, Hrvatska bi trebala smanjiti zaduženost i proračunski manjak te usmjeravati inozemni kapital prema izvozno orijentiranim sektorima.

Drugu sesiju – *Macro/Financial Markets/Banking* – otvorio je Athanasios Vamvakidis, donedavni predstavnik MMF-a u Hrvatskoj, radom u koautorstvu s Georgeom Anayiotosom i Hovhannesom Toroyanom o efikasnosti banaka u četrnaest europskih zemalja s tržištima u razvoju (uključujući Hrvatsku) u predkriznom razdoblju. Preliminarni rezultati za

<sup>4</sup> MMF je kao institucija dominirao brojem sudionika: od ukupno četrnaest prezentiranih radova, kod pet je barem jedan od autora zaposlenik MMF-a.

<sup>5</sup> Hrvatska se tu nalazi u društvu s Litvom, Makedonijom, Moldavijom, Crnom Gorom, Poljskom, Rumunjskom, Srbijom, Slovačkom i Ukrajinom.

2007. sugeriraju da su u prosjeku efikasnije banke u stranom vlasništvu koje djeluju u zemljama s višim dohotkom po stanovniku. Ukupno gledajući, najefikasnije su češke, makedonske i bugarske banke; najmanje su efikasne albanske, ukrajinske i srpske, dok su se hrvatske banke našle u nižoj srednjoj skupini, zajedno s bankama iz Rumunjske i Mađarske. Bertrand Gruss i Silvia Sgherri istražuju ulogu procikličnog kretanja cijena imovine i kreditne aktivnosti banaka u povećavanju amplitude poslovnog ciklusa. Polazeći od konsenzusa da su mjere postrožavanja kreditne regulacije prociklične i koristeći dinamički stohastički model opće ravnoteže s reprezentativnim dužnikom (Estonija) i kreditorom (Švedska), dva dobra, nepotpunim tržištima, nesavršeno utuživim ugovorima i financijskim frikcijama, autori nastoje kvantificirati stabilizacijske učinke uklanjanja te regulatorne komponente ciklusa. Rezultati pokazuju da su stabilizacijski učinci znatni – posebice na pokazatelje vanjske (ne)ravnoteže: saldo tekućeg računa bilance plaćanja, trgovinski saldo i stanje neto inozemne aktive. Daniel Ibrahim, Peter Haiss i Bernhard Mahlberg analiziraju utjecaj prisutnosti stranih banaka u deset novih članica EU-a u razdoblju 1996.-2007. na dvije razine: pitaju se koji su učinci stranih banaka na razvoj cjelokupnog financijskog sektora (makro razina) te kako se povećana konkurencija odražava na profitabilnost banaka (mikro razina). Prema rezultatima na makro razini, postoji pozitivna veza između izravnih inozemnih ulaganja u bankarskom sektoru (mjera prisutnosti stranih banaka) i ukupnih izravnih inozemnih ulaganja. Veza između prisutnosti stranih banaka i inozemnih portfeljnih ulaganja ne postoji. Na mikro razini rezultati sugeriraju da strane banke ne utječu na profitabilnost u bankarskom sektoru, ali imaju veću tržišnu moć, što se odražava u njihovim neto kamatnim marginama koje su u prosjeku veće nego kod domaćih banaka. U posljednjem radu druge sesije, Gancho Todorov Ganchev je testirao hipotezu dvostrukog deficita na podacima za Bugarsku u razdoblju 2000.-2009. Koristeći Grangerov test uzročnosti i model vektorske autokorelacije, autor nije potvrdio hipotezu dvostrukog deficita u analiziranom razdoblju.

Treća sesija – *Banking/Financial Markets* – bila je posvećena radovima usmjerenim na analizu podataka na razini poduzeća. Potaknuti nedostatkom istraživanja o čimbenicima rasta malih i srednjih poduzeća, unatoč njihovoj

<sup>6</sup> Razina transparentnosti sektora ovdje je definirana „opipljivošću“ tehnologije. Primjerice, industrija u čijoj tehnologiji ključnu ulogu igra neopipljiva dimenzija ljudskog kapitala (ideje, kreativnost i sl.), kao što je industrija oglašavanja, informacijski je manje transparentna od hotelijerstva u čijoj tehnologiji dominiraju fizički kapital i rad (opipljiva dimenzija ljudskog kapitala).

vrijednosnica privatnih subjekata, budući da konvencionalni pokazatelji u suštini mjere rizik neizvršavanja obveze (*default risk*) za državne obveznice. Autori naglašavaju kako u kriznim vremenima, karakteriziranim visokom odbojnošću prema riziku, upotreba CDS-a može pridonijeti neopravdanom podcjenjivanju fundamenata, što vodi nepotrebnom rastu cijene zaduživanja i šteti realnom sektoru, posebice u zemljama Srednje i Istočne Europe. Stoga oni predlažu alternativni pokazatelj temeljen na dugoročnom stanju fundamenata, na način da se iz njega uklone nestabilne kratkoročne komponente.

Četvrta sesija – *Banking* – otvorena je radom Elmas Yaldiz i Flavija Bazzanne koje zanima pridonosi li koncentracija tržišne moći u bankarskom sektoru stabilnosti banaka. Rezultati dobiveni polazeći od proizvodnog pristupa mjerenju utroška faktora (rad, fizički kapital, fondovi) i gotovog „proizvoda“ te korištenjem podataka za 30 turskih banaka u razdoblju 2001.-2008. sugeriraju da ne postoji statistički značajna veza između Lernerova indeksa kao mjere koncentracije i raznih mjera rizika kojima se aproksimira stabilnost banaka. Gianni De Nicolò i Elena Loukoianova proučavaju kako tržišna struktura i vlasništvo utječu na stabilnost banaka. Razvivši model koji povezuje zajedničke učinke tržišne strukture i vlasništva na rizičnost plasmana banaka i testiravši ga na panelu s više od 10.000 opservacija, autori nalaze da su tržišna moć banke i, ako se radi o stranoj banci, garancije banke majke od prvorazredne važnosti za stabilnost, dok je vlasništvo samo po sebi od drugorazredne važnosti. Taj je rezultat od posebnog značaja za zemlje s velikim tržišnim udjelom stranih banaka, među kojima je i Hrvatska. U zadnjem radu na konferenciji Marijana Bađun s Instituta za javne financije pristupa bankarskom sektoru sa stajališta političke ekonomije i pita se jesu li neto kamatne margine banaka veće u korumpiranim zemljama s većom ulogom države u gospodarstvu. Napominjući kako je uloga kakvoće institucija već prepoznata u postojećoj literaturi o odrednicama neto kamatnih margina, Bađun nastoji pridonijeti literaturi skrećući pozornost na političko-ekonomske odrednice poput traganja za rentom i djelovanja interesnih skupina. Preliminarni rezultati empirijske analize u kojoj se autorica usredotočuje na zemlje EU-a, kako stare tako i nove, u razdoblju

Ukupno gledano, ova se konferencija može smatrati doprinosom temi povezanosti financijskih i realnih gospodarskih fenomena u zemljama Srednje i Istočne Europe. Posebice stoga što su, kako je napomenula većina sudionika, pitanja utjecaja financijskog na realni sektor, kao uostalom i mnoga druga relevantna pitanja, u zemljama Srednje i Istočne Europe još uvijek nedovoljno istražena. Ova konferencija, kao i svaka druga, predstavlja nevelik, ali zasigurno pravilno usmjeren korak ka boljem razumijevanju teme sadržane u nazivu same konferencije.

Demirgüç-Kunt, Asli i Ross Levine, ured., 2004, *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Cambridge, MA: MIT Press.

Levine, Ross, 2005, "Finance and Growth: Theory and Evidence" u Philippe Aghion i Steven Durlauf, ured., *Handbook of Economic Growth*, 1. izdanje, vol. 1, poglavje 12, str. 865-934, Amsterdam: Elsevier.

*Ivica Rubil*  
Ekonomski institut, Zagreb